

# 哔哩哔哩-W (09626.HK)

买入 (维持评级)

港股公司点评  
证券研究报告

## 扭亏为盈，游戏业务增长强劲

### 业绩简评

2024年11月14日，公司披露2024年三季度业绩公告，2024Q3实现营收73.1亿元，同比+16%，Non-GAAP归母净利润2.36亿元，同比扭亏为盈。

### 经营分析

上市后首次单季度盈利，毛利率连续9个季度提升，开启股东回报。2024Q3公司经调整净利润达到2.4亿元，顺利实现扭亏为盈。扭亏为盈主要原因：1) 毛利润大幅增长：2024Q3公司毛利率达到34.9%，同比+9.88pct，环比+4.95pct，高毛利业务游戏、广告占比提升拉动毛利率增长，同时带动毛利润同比增长76%达到25.5亿元；2) 运营效率持续提升：2024Q3公司销售费用率16.5%，同比-0.64pct，环比-0.44pct，管理费用率6.9%，同比-1.68pct，环比-1.05pct，研发费用率12.4%，同比-5.96pct，环比-2.2pct。公司公告称将在未来24个月内回购不超过2亿美元的公开交易证券，股东回报增强。

《三国：谋定天下》带动游戏业务超预期，电商领域发力有望带动广告业务持续增长。2024Q3：1) 游戏收入18.2亿元，同比+84%，公司SLG游戏《三国：谋定天下》带动游戏业务高速增长，上线后连续3个赛季进入IOS游戏畅销榜前3。2) 广告业务收入20.9亿元，同比+28%。公司在电商消费领域能力的提升有望持续赋能广告业务，2024Q3消费类内容日均观看用户数超4000万，2024双十一公司带货GMV同比+154%，投放广告主数量为去年6.6倍，为全部垂直行业带去新客率超过50%。2) 增值服务收入28.2亿元，同比+9%，2024Q3公司大会员数量达到2197万，环比-1.5%。4) IP衍生品和其他业务收入5.7亿元，同比-2%。

用户：社区生态健康发展，用户数及使用时长创新高。2024Q3，公司日均活跃用户达到1.07亿，同比+4%，日均使用时长达到106分钟，同比+6%。公司优势品类及新型品类视频播放量保持快速增长，社区生态持续繁荣，月均互动数达到193亿次，同比+14%。

### 盈利预测、估值与评级

预计2024/2025/2026年公司收入267/312/348亿元，NON-GAAP归母净利润分别为-0.7/22.45/37.63亿元，当前股价对应2025/2026年P/E分别为28.18/16.81X，维持“买入”评级。

### 风险提示

用户增长不及预期；广告主需求不及预期；优质UP主流失风险；游戏上线时间或表现不及预期。

传媒与互联网组

分析师：许孟婕 (执业S1130522080003)

xumengjie@gjzq.com.cn

市价(港币): 162.400元

相关报告：

- 《哔哩哔哩-W 港股公司点评：利润持续改善，游戏Q3将迎强劲增长》，2024.8.23
- 《广告超预期增长，经营效率稳步提升》，2024.5.24
- 《哔哩哔哩-W：日活破亿，新质UP主商业化始动》，2024.3.9



### 主要财务指标

项目	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	21,899	22,528	26,744	31,212	34,759
营业收入增长率	12.98%	2.87%	18.72%	16.70%	11.37%
Non-GAAP 归母净利润(百万元)	-6,702	-3,414	-65	2,245	3,763
Non-GAAP 归母净利润增长率	N.A	N.A	N.A	N.A	67.63%
Non-GAAP 摊薄每股收益(元)	-15.910	-8.105	-0.154	5.329	8.934
每股经营性现金流净额	-9.28	0.63	2.16	9.78	9.73
ROE(归属母公司)(摊薄)	-49.20%	-33.51%	-10.46%	4.58%	12.89%
P/E	N.A	N.A	N.A	28.18	16.81
P/B	4.49	4.75	5.25	5.01	4.36

来源：公司年报、国金证券研究所

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (百万元)							资产负债表 (百万元)							
	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>主营业务收入</b>	<b>19,384</b>	<b>21,899</b>	<b>22,528</b>	<b>26,744</b>	<b>31,212</b>	<b>34,759</b>	货币资金	7,523	10,173	7,192	7,979	11,082	14,542	
增长率	61.5%	13.0%	2.9%	18.7%	16.7%	11.4%	应收款项	5,568	4,317	3,368	4,324	5,102	5,562	
主营业务成本	15,341	18,050	17,086	18,006	19,791	21,681	存货	456	437	186	200	240	251	
%销售收入	79.1%	82.4%	75.8%	67.3%	63.4%	62.4%	其他流动资产	22,900	9,526	7,981	8,001	8,023	8,041	
毛利	4,043	3,849	5,442	8,739	11,421	13,078	流动资产	36,447	24,453	18,727	20,504	24,447	28,395	
%销售收入	20.9%	17.6%	24.2%	32.7%	36.6%	37.6%	%总资产	70.0%	58.5%	56.5%	58.4%	62.1%	65.2%	
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0	长期投资	1,235	1,923	1,863	1,863	2,049	2,254	
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	固定资产	1,350	1,227	715	928	1,120	1,293	
销售费用	5,795	4,921	3,916	4,373	4,389	4,414	%总资产	2.6%	2.9%	2.2%	2.6%	2.8%	3.0%	
%销售收入	29.9%	22.5%	17.4%	16.4%	14.1%	12.7%	无形资产	6,174	7,052	6,353	6,287	6,229	6,081	
管理费用	1,838	2,521	2,122	2,030	2,245	2,302	非流动资产	15,606	17,378	14,432	14,580	14,900	15,130	
%销售收入	9.5%	11.5%	9.4%	7.6%	7.2%	6.6%	%总资产	30.0%	41.5%	43.5%	41.6%	37.9%	34.8%	
研发费用	2,840	4,765	4,467	3,722	4,161	4,413	<b>资产总计</b>	<b>52,053</b>	<b>41,831</b>	<b>33,159</b>	<b>35,084</b>	<b>39,347</b>	<b>43,525</b>	
%销售收入	14.7%	21.8%	19.8%	13.9%	13.3%	12.7%	短期借款	1,232	6,621	7,456	8,484	8,824	9,478	
息税前利润 (EBIT)	-6,429	-8,358	-5,064	-1,386	625	1,950	应付款项	4,361	4,292	4,334	4,501	6,384	6,775	
%销售收入	n.a	n.a	n.a	n.a	2.0%	5.6%	其他流动负债	6,478	6,180	6,314	8,404	9,820	10,936	
财务费用	85	-30	-378	53	86	38	流动负债	12,071	17,093	18,104	21,389	25,028	27,189	
%销售收入	0.4%	-0.1%	-1.7%	0.2%	0.3%	0.1%	长期贷款	17,784	8,683	1	1	1	1	
-	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	482	814	650	650	650	650	
-	0	0	0	0	0	0	负债	30,337	26,591	18,755	22,040	25,679	27,840	
投资收益	0	0	0	19	26	26	<b>普通股股东权益</b>	<b>21,704</b>	<b>15,238</b>	<b>14,392</b>	<b>13,029</b>	<b>13,654</b>	<b>15,676</b>	
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	-1.4%	4.3%	1.3%	其中：股本	0	0	0	0	0	0	
营业利润	-6,429	-8,358	-5,064	-1,386	625	1,950	未分配利润	21,983	15,179	14,179	12,816	13,442	15,463	
营业利润率	n.a	n.a	n.a	n.a	2.0%	5.6%	少数股东权益	12	2	12	15	14	10	
营业外收支	-199	924	-46	50	50	50	<b>负债股东权益合计</b>	<b>52,053</b>	<b>41,831</b>	<b>33,159</b>	<b>35,084</b>	<b>39,347</b>	<b>43,525</b>	
税前利润	-6,713	-7,404	-4,733	-1,370	615	1,987	<b>比率分析</b>		2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
利润率	n.a	n.a	n.a	n.a	2.0%	5.7%	<b>每股指标</b>							
所得税	95	104	79	-10	-9	-30	每股收益	-16.116	-17.797	-11.447	-3.235	1.485	4.798	
所得税率	n.a	n.a	n.a	n.a	-1.5%	-1.5%	每股净资产	51.521	36.172	34.164	30.928	32.413	37.211	
净利润	-6,809	-7,508	-4,812	-1,360	624	2,017	投入资本收益率	-6.284	-9.285	0.633	2.159	9.778	9.735	
少数股东损益	-20	-11	11	3	-1	-4	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>-6,789</b>	<b>-7,497</b>	<b>-4,822</b>	<b>-1,363</b>	<b>626</b>	<b>2,021</b>	<b>回报率</b>							
净利率	n.a	n.a	n.a	n.a	2.0%	5.8%	净资产收益率	-31.28%	-49.20%	-33.51%	-10.46%	4.58%	12.89%	
							总资产收益率	-13.04%	-17.92%	-14.54%	-3.88%	1.59%	4.64%	
							投入资本收益率	-15.82%	-27.03%	-22.87%	-6.20%	2.74%	7.67%	
							<b>增长率</b>							
							主营业务收入增长率	61.54%	12.98%	2.87%	18.72%	16.70%	11.37%	
							EBIT 增长率	104.68%	30.00%	-39.41%	-72.63%	-145.09%	211.88%	
							净利润增长率	-125.43%	-10.43%	35.68%	71.74%	145.89%	223.13%	
							总资产增长率	118.11%	-19.64%	-20.73%	5.81%	12.15%	10.62%	
							<b>资产管理能力</b>							
							应收账款周转天数	26.0	22.1	25.5	24.3	24.3	24.3	
							存货周转天数	10.8	8.8	4.0	4.1	4.4	4.2	
							应付账款周转天数	103.8	86.8	92.6	91.3	117.7	114.1	
							固定资产周转天数	25.4	20.5	11.6	12.7	13.1	13.6	
							<b>偿债能力</b>							
							净负债/股东权益	55.14%	39.02%	6.35%	8.86%	-11.76%	-28.13%	
							EBIT 利息保障倍数	-75.5	277.4	13.4	-26.4	7.2	50.9	
							资产负债率	58.28%	63.57%	56.56%	62.82%	65.26%	63.96%	

来源：公司年报、国金证券研究所

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担任何法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806